

A KOCKÁZATI TŐKE TÖRVÉNY GAZDASÁGI SAROKPONTJAI

A kockázati tőke nem csodaszer, hanem a gazdaság azon szereplője, amely arra képes, hogy növelje a gazdaság működőtőke-állományát és jelentős szerepet vállaljon a dinamikus fejlődésre képes vállalkozások számottevő részének tőkével való ellátásában. A kockázati tőke nem hitel, hanem olyan tranzakció, amelyben a kockázati tőkés maga viseli a vállalkozásból eredő összes veszteséget. Kiemelkedően nagy gazdasági jelentőségű jellemzője a kockázati tőkétől kapott finanszírozásnak, hogy az még akkor sem növeli a vállalkozás terheit, amikor a tőkés „kivonja” belőle az oda befektetett tőkéjét, mert az nem jelent valóságos tőkekivonást, hanem vele csupán a tulajdonos személye változik. A kockázati tőkével kapcsolatos mondanivalóját a szerző a kockázati tőke törvény sarkalatos pontjaira építkezve fejti ki.

A kockázati tőke-társaságok a vállalkozások olyan finanszírozását teszik lehetővé, amelynek keretében azok a pénzüikkel beszállnak a vállalkozásba, és osztoznak mind annak nyereségében, mind esetleges veszteségében.

A magyar tőkepiac nagy hiányossága, hogy hiányoznak azok a szereplők, amelyek az ígéretes vállalkozásokba tőkével beszállnának. Ez akadályozza a vállalkozások fejlődését, s veszélyezteti létüket. Gazdaságunkban ma a kis és közepes vállalkozások igen jelentős részének a jelenlegi jövedelemtermelő képessége ahhoz sem elegendő, hogy kielégítő forrásokat biztosítson a cég folyamatos működtetéséhez. Sokuknál erős a veszély, hogy a tőkehiány akadályozza a cég feljavítását, ennek következtében romlik annak jövedelemtermelő képessége, és a cég nem tudja megtermelni azt a jövedelmet, amely forrásul szolgálhatna a saját erőből történő feljavításához, vagy legalább megalapozná a hitelképességét. A likvid források bevonása tehát gyakorta elsőrangú létkérdés, azonban az is nyilvánvaló, hogy a rászoruló vállalatok igen nagy hányada nem képes ezt hitel formájában megszerezni.

A tőkehiánnyal küzdő, ám amúgy dinamikus fejlődésre képes vállalkozások számottevő hányadának a megoldást a kockázati tőke bekapcsolódása kínálhatja. Az a vállalkozásoknak olyan, vissza nem térítendő finanszírozást ad, amelynek révén osztozik mind azok nyeresé-

gében, mind az esetleges veszteségében. A kockázati tőke-iparág gazdasági jelentőségét mutatja, hogy a nyugat-európai államok összességében 1995-ben az addig felhalmozott kockázati tőke alapok kumulált összege 49.7 milliárd ECU-t tett ki, az 1995. évi befektetések pedig elérték az 5.54 milliárd ECU-t.

A Kormány 2146/1996. (VI. 13.) Korm. határozatának 3. d) pontjában foglaltak értelmében „fel kell gyorsítani a kockázati tőke-társaságok működését szabályozó törvény kidolgozását, valamint a kockázati tőke-társaságok megerősödésének előmozdítására meg kell vizsgálni, hogy mennyiben indokolt a kockázati tőke-befektetésből származó tőkenyereség adómentesítése, illetve a tőkeveszteség tőkenövekményből vagy jövedelemből való leírási lehetőségének bizorsítása.”

A kockázati tőke alapvető jellemzői

A kockázati tőke az utóbbi évtizedek során a fejlett országok nagy hányadában jelentős pénzügyi iparaggá szerveződött, és igen erőteljesen jelen van a harmadik világ legdinamikusabban fejlődő országaiban is. Bár Magyarországon a

tevékenysége még nagyon is visszafogott, az első kockázati tőke-cégek nálunk is öt-hat éves piaci jelenlétre tekinthetnek vissza. A kockázati tőke legfontosabb jellemzői az alábbiakban összegezhethetők:¹

A kockázati tőke kategóriájába sorolható minden olyan tőke, amelyre egyidejűleg teljesül, hogy

- azt hivatásos finanszírozó, ill. hivatásos pénzügyi közvetítő fekteti be,
- a tőkebefektetés szorosan együtt jár azzal is, hogy a befektető jelentős üzleti kockázatot is vállal,
- a tőkebefektetés jelentős hozadék elérése érdekében, ígéretes vállalatokba vagy vállalkozásokba történik.²

A kockázati tőke üzleti értelemben más minőséget képvisel, mint a pénz- és tőkepiac többi szereplője. Közös bennük, hogy a magánkézben levő kockázati tőkének is a profitszerzés az alapvető célja, ennek megfelelően végzi a tevékenységét, a kockázati finanszírozást. Megkülönböztető jellemzője viszont – amely gazdasági szerepét elválasztja a hagyományos finanszírozásától –, hogy üzleti tevékenysége lényegként olyan kockázatokkal dolgozik, amelyek mértéke és természete a hagyományos finanszírozási ügyletek gyakorlatában többnyire már elfogadhatatlan. Ezek kezelése – éppen a mértékükből és a természetükből adódóan – sajátos ismereteket és tapasztalatokat igényel, valamint teljesen más üzletpolitikát, üzleti filozófiát és szemléletmódot, mint a hagyományos kereskedelmi banki tevékenység. A gyakorlatban ez megmutatkozik abban is, hogy a kereskedelmi bankok rendszerint leválasztják magukról ezt az üzletágat.

A kockázati tőke cégek igen sajátos és nagyon fontos szerepet töltenek be a vállalkozások finanszírozásában: a befektető-financezírozó tevékenységükkel a közvetítő feladatát látják el pénz- és tőkepiacon a pénztulajdonosok és a kockázati finanszírozást kereső vállalkozások között. A pénztulajdonosok széles köréből megtakarítá-

sokat gyűjtenek, és az így mozgósított forrásokat vállalkozásfinanszírozásba forgatják – oly módon, hogy a kockázati finanszírozás lehetőségein és feltételrendszerén belül igyekeznek biztosítani e befektetések lehető legjobb megtérülését. Ennek egyaránt eszközéül szolgál az így finanszírozott vállalkozások alkalmas megválasztása, a finanszírozás optimális konstrukciójának kialakítása, valamint a kockázati tőke cég folyamatos részvétele az általa finanszírozott vállalkozás kézbe tartásában.

A forrásgyűjtés hatékonyságát tekintve igen fontos tényező, hogy a kockázati tőke a maga közvetítő és befektető-financezírozó tevékenysége révén a pénztulajdonosok számára olyan befektetési lehetőséget teremt, amelyben érvényesülnek a portfólió befektetés kockázatmérséklő hatásai. Azon pénztulajdonosok túlnyomó hányada számára, akik, ill. amelyek a tőkéjüket kockázati tőke cégekbe – és azok révén végül is vállalkozások kockázatmegosztással történő finanszírozásába – fektetik, ezt a befektetési lehetőséget csak a portfólió befektetés kockázatmérséklő hatása teszi elfogadhatóvá. Végül soron tehát ez teszi lehetővé, hogy a megtakarítások számottevő hányada a kockázati befektetések útján működő tőkévé váljék.

A kockázati tőke cégek pénzügyi közvetítő szerepének további, nem kevésbé fontos eleme jelenik meg az általuk finanszírozott vállalkozások hitelfelvételeiben. A kockázati tőke szerepe és feladata ilyenkor, hogy a saját befektetése révén minősíti a szóban forgó vállalkozást. Ezt a minősítést az a tény hordozza, hogy a kockázati tőke érdemesnek találta, hogy a hitelt kereső vállalkozásba befektessen. E tény a hitel nyújtását mérlegelő pénzintézet számára nyilvánvalóvá teszi: a kockázati tőkés megvizsgálta a vállalkozást és úgy ítélte, hogy annak jövőbeni kilátásai, a jövedelemtermelő képességének várható alakulása elegendően jónak ígérkezik. Ennek a minősítésnek tehát alapvető és elengedhetetlen eleme, hogy a kockázati tőke a saját befektetése révén tanúsítja az értékítéletét. További lényegi eleme a kockázati tőkés üzleti jóhíre, jelesül hogy az elismerten járatos és megbízható legyen a vállalkozások kockázatának felmérésében és értékelésében. Ez a sajátos minősítés, valamint a saját pénzével beszálló kockázati tőkés azt hitelesítő szakmai felkészültsége szolgáltat – átvitt értelemben – megfelelő biztosítékokat a hitelező számára, ezzel csökkenti a hitelezés kockázatát és ezekben a konstrukciókban végső soron ez teszi lehetővé a hitelfelvételt.

¹ A bemutatások számos elemében támaszkodunk az Európai Kockázati Tőke Egyesület (European Venture Capital Association, EVCA) által közreadott definíciókra is.

² Amint látható, a tisztán üzleti gondolkodást tükröző meghatározás figyelmen kívül hagyja azt a típusú finanszírozást, amelyet makrogazdasági megfontolásokból, gazdaságélénkítés céljával, a közvetlen megtérülési követelmények részbeni vagy éppen teljes elhagyásával nyújtanak.

Nemzetgazdasági szempontok

A nemzetgazdaság számára a kockázati tőke tevékenységének legfontosabb jellemzői a következők:

- Növeli a működő tőke állományát és ezzel jelentősen hozzájárul a nemzetgazdaság jövedelemtermelő és megújulási képességének – végső soron az eltartó képességének – a javításához és erősítéséhez.

- A jelentős növekedési potenciállal bíró – és közöttük is mindenekelőtt az újonnan induló, valamint az új növekedési pályára álló – vállalkozások finanszírozásának sajátos, nagyhatású eszközrendszere. Befektető-finanszírozó tevékenysége révén az ártermelés valamennyi területén kiemelkedően fontos szerepet játszhat a fejlődés és az azt megalapozó fejlesztés előmozdításában, a versenyképes vállalkozások létrehozásában, azok bővítésében, és szintúgy a jó nyereségtermelő képesség lehetőségét hordozó, de nehézségekkel küzdő vállalatok feljavításában.

- A kockázati tőke-társaságok általában hiánypótló szerepet töltenek be a tőkepiacon, mivel a sajátos profiljuknak megfelelően olyan befektetéseket vállalnak, amelyek többségére jellemző, hogy

- = hosszú idejű tőkelekötést igényelnek,
- = bizonyos kivételektől eltekintve az egyéb befektetésekhöz képest a megtérülésük lassú és bizonytalan,
- = az egyéb befektetésekhöz képest számottevően nagyobb kockázatot hordanak magukba,;
- = a bevétel előre megbízhatóan nem tervezhető.

Vállalkozási szempontok

A kockázati tőke növeli a gazdaság működő tőke állományát és ezzel jelentősen hozzájárul ahhoz, hogy a vállalkozások – legalábbis azoknak a kockázati finanszírozás tekintetében számításba jövő része – finanszírozáshoz juthasson. Ezzel a vállalkozások számottevő hányada esetében hozzájárul azok növekedési, jövedelemtermelő és megújulási képességének javításához és erősítéséhez.

Ezt a pénzt nem kell hitelként visszafizetni, és kamatot sem kell fizetni érte. Ha a vállalkozás nem hozza meg a várt gazdasági eredményt, akkor azt ebből eredően nem terheli visszafizetési kötelezettség.

Kiemelkedően nagy gazdasági jelentőségű jellemzője a kockázati tőkétől kapott finanszírozásnak, hogy az még akkor sem növeli a vállalkozás terheit, amikor a tőkés kivonja abból az oda befektetett tőkéjét. Ez annak tudható be, hogy a tőke kivonás nem azáltal valósul meg, hogy a kockázati tőkés a vállalkozással visszafizetteti az abba befektetett tőkéjét, hanem oly módon, hogy másik befektetőnek adja el azt a tulajdonhányadot, amelyet a bevitt tőkéje ellenértékéért a vállalkozásban kapott. A vállalkozás szemszögéből nézve ez nem jelent tőke kivonást, csupán a tulajdonos személye változik.

Annak köszönhetően, hogy a kockázati tőke nem kötelezi az általa finanszírozott vállalkozást törlesztésre, sem kamatfizetésre – úgy, ahogyan az a hitelfelvétel elkerülhetetlen velejárója –, azaz annak köszönhetően, hogy kockázati finanszírozás esetében a vállalkozásra nem nehezedik az adósságszolgálattal járó erőltetett tőke kivonás terhe, az így finanszírozott vállalkozás gyorsabban tudja növelni a saját tőkéjét, ezzel pedig gyorsabban is nő mind a tőkeereje, mind pedig a hitelképessége. Az így finanszírozott vállalkozás ezért gyorsabban érheti el, hogy tőkeereje révén vonzó üzleti partnerré váljék és ezt kamatoztathassa a gazdasági – és azon belül a termelési – kapcsolataiban. Hasonlóképpen gyorsabban válhat elegendően vonzó befektetési célponttá ahhoz, hogy újabb tőkét tudjon bevonni, ezáltal már nem okvetlenül a kockázati tőke, hanem az egyéb befektetők köréből.

A kockázati tőkétől az olyan vállalkozás is kaphat finanszírozást, amely nem tud hitelhez jutni, mert nem rendelkezik a hitelképességhez elegendő vagyoni fedezettel, sem pedig megfelelő kezeléssel.

Ismeretes, hogy a forrásbevonásra szoruló vállalkozások jelentős hányada nem tud, vagy csak kisebb-nagyobb nehézségekkel tud megfelelni a kereskedelmi bankok hitelbírálati követelményeinek. Az induló, valamint az új növekedési pályára álló vállalkozásoknak ugyanakkor rendszerint szükségük volna külső források bevonására. Ennek okai mindenekelőtt abban állnak, hogy

- ⇒ Az esetek nagy hányadában a vállalkozások saját vagyona nem elegendő ahhoz, hogy dinamikus fejlesztést valósíthassanak meg belőle. Ilyenkor tehát a fejlesztés csak külső tőke bevonása segítségével hajtható végre.
- ⇒ A fejlesztések a vállalkozások igen számottevő része esetében csak hosszabb távon hozták meg a jövedelemtermelő képességnek azt

A kockázati tőke meghatározó jellemzője, hogy a befektetéseinek meglehetősen nagy hányada a kockázati tőkés számára elvész. Ez az iparág lényegéből következik, melyet a kockázati finanszírozásban sem kiküszöbölni, sem megke-
rültni nem lehet. A gyakorlatban ez úgy jelenik meg, hogy a vállalkozások gazdasági sikere és a kockázati tőke befektetéseinek ezzel együttjáró megtérülése tekintetében az általa finanszírozott vállalkozások három fő csoportra oszlanak:

- Jelentős hányaduk gazdaságilag kudarcba fullad és ezzel értéktelenné válik az a tulajdoni részesedés – részvény, tagsági jog – is, amelyet a kockázati tőkés a befektetése fejében bennük birtokol.
- Ugyancsak jelentős hányaduk fennmarad ugyan, de számottevő növekedésre nem képes. A kockázati tőkés számára ez azzal a következménnyel jár, hogy a vállalkozás értéke nem növekszik, így nem emelkedik az abban birtokolt tulajdoni részesedésének értéke sem. A növekedési potenciált nélkülöző vállalkozásokban birtokolt tulajdoni részesedés értékesítésének esélyei értelemszerűen igen korlátozottak, ennek következtében a kockázati tőkés többnyire nem tudja, vagy csak több-kevesebb veszteség árán tudja kivonni abból a befektetett tőkéjét, és nem éri el azt a többletet, amelyet a tulajdonrész várt felértékelődése hozhatott volna neki.
- A vállalkozások és az azokat keretbe foglaló cégek egy része valóban dinamikus növekedést ér el. Ezzel a kockázati tőkés ezekben birtokolt tulajdoni részesedése felértékelődik, és így létrejön az az értéknövekmény, amely forrásául szolgálhat a kockázati tőkés tőkenyerességének. Az viszont, hogy a kockázati tőkés ténylegesen is ki tudja-e vonni ezt a tőkenyerességet, erőteljesen függhet attól, hogy mekkora a kereslet az ilyen vállalkozásokba való befektetések iránt – ez tehát a kockázati tőke szempontjából tovább növeli a befektetéssel járó kockázatot.⁴

Voltaképpen éppen ennek a magas befektetési kockázatnak a vállalásával hozza létre a kockázati tőke a tőkepiac egy sajátos, annak egyéb területeitől elkülönülő szegmensét. Ennek a szegmensnek a megkülönböztető jellemzője, hogy itt a hozzájuk kapcsolódó befektetés magas kockázattartalma ellenére is tőkéhez juthatnak azok az induló, ill. új növekedési pályára álló vállalkozá-

sok, amelyek elegendően nagy növekedési potenciált mutatnak, vagyis alkalmasnak mutatkoznak arra, hogy a kockázati tőke befektetési célpontjává váljanak.

A befektetéseknek ez az átlagosnál jóval nagyobb mértékű kockázattartalma ugyanakkor jelentős szerepet játszik abban, ahogyan a kockázati tőkés kialakítja az általa adott tőke árát. Ebben szükségképpen abból kell kiindulnia, hogy a sikeres ügyleteiből kell elérnie azt a hozamot, amely egyrészt kielégítő mértékű tőkearányos nyereséget biztosít a számára a kockázati finanszírozásba bevont egész tőkéjére vetítve is, másrészt pedig fedezetet nyújt a kudarcot vallott ügyletekbe történt befektetéseivel elszenvedett veszteségeire – értelemszerűen beleértve e veszteségekbe a kudarcok nyomán elmaradt hasznokat is.

A tőketársaságok két alapstruktúrája

A gyakorlatban a kockázati tőke-társaságok két alapvető struktúrában jelennek meg:

- *Önálló szervezatként megjelenő kockázati tőke alap* és szintén *önálló szervezatként megjelenő kezelő*, amely az alappal magánjogi szerződésen alapuló kapcsolatban áll. Ezek egymástól mind pénzügyileg, mind cégjogilag elkülönülnek. Egyazon alapkezelő több kockázati tőke alapot is létrehozhat és azokat egyidejűleg is kezelheti.

Ebben a struktúrában a pénztulajdonosok a kockázati finanszírozás forrásául szolgáló tőkét a hagyományos befektetési alapokéhoz hasonló konstrukcióban a kockázati tőke alapba fizetik be, és az alapot kezelő cégnek a szerződés szerint vannak jogai és kötelezettségei a tőke felhasználására. Ki kell emelni azonban azt is, hogy a befektetési alapokkal való hasonlóság a formai elemekkel véget is ér. A kockázati tőke forrásgyűjtését szolgáló 'alapszerű' konstrukciók mind a rendeltetésükben, mind az üzleti filozófiájukban teljesen más minőséget képviselnek, mint a befektetési alapok. Ebből mindenekelőtt az következik, hogy a pénz- és tőkepiac zavartalan működése érdekében feltétlenül el kell kerülni, hogy az ott forrásgyűjtőként megjelenő kockázati tőke cégek összetéveszthetők legyenek a befektetési alapokkal. További, nem kevésbé fontos következmény, hogy az eltérő minőséggel összhangban más szabályozást és felügyeletet is kell alkalmazni a kockázati tőke 'alapszerű' konstrukcióira, mint a befektetési alapokra.

⁴ Bármilyen jól alakul is a vállalkozás jövedelemtermelő képessége, ha nem jelentkezik elegendő kereslet a benne birtokolt tulajdonrész iránt, akkor az a kockázati tőkés számára holt – beragadt – tőkévé válik.

• *Kockázatitőke-társaság*, amely a saját tőkéjét fekteti be kockázati finanszírozás formájában, ill. tőkeegyesítő típusú gazdasági társaságként működik és így szerzi a befektetéshez szükséges forrásokat. Ebben a struktúrában az alábbi eszközök állnak rendelkezésre külső befektetők tőkéjének bevonására:

- ⇒ a kockázatitőke-társaság tőkeemelést hajt végre és a külső befektető a tőkéjével belép a társaságba;
- ⇒ a kockázatitőke-társaság kötvényt vagy egyéb értékpapírt bocsát ki, amelyet a külső befektető megvásárol.

Ebben a struktúrában technikai nehézségek forrásává válhat, ha a kockázatitőke-társaság befektetésre rendelt tőkéje túlnyomó részt annak alaptőkéjében (törzstőkéjében) van. Ennek okai a kockázati finanszírozás természetéből keletkeznek. Ebben az iparágban még a sikeres befektetések túlnyomó része is csak hosszabb idő, rendszerint több év elteltével jut el odáig, hogy a finanszírozott vállalkozás sikerével a kockázatitőke-társaság tulajdonhányada jelentősen felértékelődik és iránta olyan kereslet jelentkezik, hogy az ki tudja vonni a befektetését és annak érték-növekményét. Ezzel szemben a kudarcok már sokkal hamarabb kialakulnak és velük együtt a kockázatitőke-társaság könyveiben megjelennek a befektetések veszteségei. Következésképpen, amikor egy kockázatitőke-társaság megkezdí a befektető-finanszírozó tevékenységét, az első évek során a befektetések veszteségei jelentkeznek. Ha a kockázati tőke cég tőkeszerkezete olyan, hogy azok az alaptőkét (törzstőkét) fogyasztják, akkor az így mutatkozó tőkevesztésnek kedvezőtlen jogi következményei lehetnek mint az alaptőke (törzstőke) kötelező leszállítása, annak a cég számára kellemetlen, esetenként kifejezetten káros hatásaival együtt.

Csak kedvező gazdasági környezetben!

A hetvenes-nyolcvanas években számos fejlett és fejlődő országban a központi gazdaságirányítás tudatosan teremtette meg azokat a feltételeket, amelyek között a kockázati tőke iparág a szükséges mértékben jövedelmezővé vált ahhoz, hogy elegendő tőkét tudjon vonzani e befektetési területre. Az Európai Unió napjainkban is különböző célprogramokkal igyekszik előmozdítani a kockázati tőke iparág aktív részvételét a vállalkozások – elsősorban az ő osztályozásuk szerinti kis- és közepes vállalkozások – finanszírozásában.

A kockázatitőke-társaságoknak biztosított adópreferenciák

Ha ugyanolyan szabályok vonatkoznak azokra a pénztulajdonosokra, amelyek kockázati finanszírozást adnak vállalkozásoknak, ill. a tőkéjüket ilyen finanszírozást nyújtó vállalkozásokba fektetik be, mint a gazdaság egyéb szereplőire, akkor a gazdasági ésszerűségnek megfelelően a tőke mindaddig elkerüli a kockázati finanszírozás területét, amíg megfelelő hozamú és biztonságosabb befektetési lehetőségeket talál. Ennek következtében a kockázati tőke iparág nem képes betölteni azt a forrásbővítő és működő tőkét teremtő szerepet, ami megfelelne a nemzetgazdaság szükségleteinek és érdekeinek.

Amint arra már utaltunk, a kockázatitőke-társaságok befektetéseinek többségére az a jellemző, hogy hosszú idejű tőkelekötést igényelnek, a megtérülésük lassú és bizonytalan, nagy kockázatot hordanak magukban, a bevétel előre megbízhatóan nem tervezhető. Ezek a kedvezőtlen vonások elegendőek ahhoz, hogy legnagyobb-részt visszatartsák a pénztulajdonosokat tőkéjük kockázatitőke-társaságba történő befektetésétől. A fejlett és a dinamikus fejlődő országok éppen ezért e probléma feloldása érdekében a kockázati tőke befektető-finanszírozó tevékenységéhez – a megtakarítások működő tőkévé konvertálásához és a kockázati tőke vállalkozást finanszírozó tevékenységéhez fűződő nemzetgazdasági érdekeknek megfelelően – olyan gazdasági, mindenekelőtt adózási és számviteli szabályozást rendelnek, amely figyelembe veszi e tevékenység sajátosságait és ésszerű mértékben meg is felel azoknak. Hasonlóképpen számos országban e befektetési terület sajátosságainak, mindenekelőtt az abban rejlő kockázat magasabb szintjének és e befektetések számottevően hosszabb megtérülési idejének megfelelő szabályokat rendelnek azoknak a nem-állami pénztulajdonosoknak a befektetéseikhez, akik, ill. amelyek a tőkéjüket kockázati cégekbe, ill. kockázati tőke alapokba fektetik, ezáltal ösztönözve azokat, hogy a tőkéjüket e területre hozzák.⁵ Ezzel veszik figyelembe, hogy a kockázati tőke nem képes ellátni a befektető-finanszírozó szerepét, ha a pénz- és tőkepiacon nem tud versenyképes lenni az egyéb forrásgyűjtőkkel szemben.

⁵ Az állami gazdaságpolitika a fejlesztés differenciált ösztönzésének eszközét is megtalálhatja abban, ha a kedvezmény nagyságát ágazati és/vagy területi preferenciákhoz köti.

A kockázati tőke-társaságokra, valamint az azokba befektető pénztulajdonosokra alkalmazott sajátos adószabályok és azokkal összefüggő számviteli előírások rendeltetése tehát

– ésszerű mértékben javítani a kockázati tőke-társaságok kockázati befektetéseinek az azok saját mérlege szerint mért megtérülését, és ezzel növelni e társaságok befektető-finanszírozó képességét és hajlandóságát;

– ésszerű mértékben javítani a kockázati tőke-társaságokba befektető pénztulajdonosok befektetéseinek a megtérülését, és ezzel növelni ezek hajlandóságát arra, hogy a pénzüket e területen fektessék be.

Szükséges hangsúlyozni, hogy a kockázati tőkének biztosított „testreszabott szabályozás” nem kedvezmény! Mindössze annyit tesz, hogy figyelembe veszi és a nemzetgazdasági érdekeknek megfelelő mértékben ellensúlyozza a kockázati finanszírozásnak azokat a sajátosságait, amelyek következtében ez az iparág versenyhátrányba kerül az egyéb befektetési lehetőségekkel szemben. Mindazokban az országokban, ahol sajátos szabályozást hoztak létre a kockázati tőke befektető-finanszírozó tevékenységének előmozdítására, ennek végső haszonélvezője nem maga a kockázati tőke-társaság. Aligha lenne lehetséges elfogadtatni, még kevésbé fenntartani olyan adózási, számviteli stb. szabályokat, vagy a kockázati tőke befektető-finanszírozó tevékenységének előmozdítását szolgáló kedvezményeket, ill. támogatásokat, amelyek rendeltetése, hogy javítsák a kockázati tőkés jövedelmi pozícióit, mint-hogy ehhez nyilvánvalóan nem fűződik társadalmi érdek. Annak mértékében lehet indokolt a kockázati tőke befektető-finanszírozó tevékenységéhez sajátos szabályokat rendelni, ahogyan annak e tevékenysége szükséges a vállalkozások egészséges működéséhez és ennek révén a nemzetgazdaság stabilitásához és fejlődéséhez, és ahogyan e sajátos szabályok biztosítják azt a gazdasági feltételrendszert, amelyben a kockázati tőkének már kifizetődő ellátnia ezt a tevékenységet. Ugyanez érvényes a kockázati tőke forrásgyűjtő tevékenységének előmozdítását szolgáló kedvezményekre, ill. támogatásokra is.

A kockázati tőke magyarországi befektetéseit akadályozó problémák

A kockázati tőke iparág magyarországi befektetései rendkívül csekélyek. E befektetések teljes volumene nagymértékben elmarad nemcsak a

kockázati tőke részvételének kívánatos szintjétől, de attól az aránytól is, amelyet ennek az iparág-nak a befektetései a fejlett gazdaságú országokban képviselnek. Megkülönböztetett figyelmet érdemel emellett, hogy a rendelkezésre álló adatok szerint az elmúlt öt év során az országban működő kockázati tőke cégek a kockázati finanszírozásra rendelkezésükre álló tőkének csupán mintegy kétharmadát fektették ténylegesen is vállalkozásokba. Ez egyértelműen jelzi, hogy a magyarországi kockázati tőke befektetéseket elsősorban nem a rendelkezésre álló tőke szűkös volta akadályozza. Az iparág általános gyakorlata azt is nyilvánvalóvá teszi, hogy a külföldi kockázati tőkések annyi tőkét hoznak Magyarországra (is), amennyi elegendően ígéretes befektetési lehetőséget találnak itt maguknak. Az Országos Műszaki Fejlesztési Bizottság által végzett áttekintés alapján a kockázati tőke magyarországi tevékenységét akadályozó problémák közül a legnagyobb hatásúak az alábbiak:

- *A kockázati befektetés nem eléggé vonzó*

Itt sem a kockázati tőke iparág, sem az abba befektető pénztulajdonosok nem részesülnek adópreferenciában. Adórendszerünkben semmi sem jelenik meg azokból a más országokban alkalmazott adóztatási megoldásokból, amelyek rendeltetése a kockázati tőke iparág versenyhátrányának csökkentése, az abba történő befektetések vonzóbbá tétele.

- *Hiányzik a kockázati tőke tevékenységének besorolása*

A magyar jogrend és az arra támaszkodó szabályozás nem alkalmazza sem a kockázati tőke alap, sem a kockázati tőke cég fogalmát, így nevesítetten nem ismeri el ezen cégtípusok létét. Ezek nem jelennek meg a gazdasági társaságokról, a pénzügyi tevékenységről, a befektetési alapokról szóló törvényekben sem. A TEÁOR besorolás sem jeleníti meg sem a kockázati tőke alap, ill. a kockázati tőke cég, sem pedig annak tevékenysége, a kockázati finanszírozás fogalmát és nem is tartalmaz ezekre vonatkoztatható kategóriát. A jogszabályok nem alkalmazzák a kockázati tőke befektetés fogalmát sem. Az adózásra vonatkozó jogszabályok sem alkalmazzák erre a sajátos üzleti tevékenységre vonatkozó szabályozást. Ennek következtében a kockázati tőke iparág és annak befektető-finanszírozó tevékenysége ex lex állapotban van abban az értelemben,

hogyan vonatkoztatható rá a hatályos szabályozás és hogyan illeszthető a szabályozás az iparág sajátosságaihoz. Ezen felül pedig minden olyan sajátos szabályozás, amely a kockázati tőke alapokra, kockázati tőke cégekre (a továbbiakban együtt: kockázati tőke-társaságok), ill. a kockázati finanszírozásra vonatkozna, eleve értelmezési problémába ütközik.

• *A kockázati tőke-társaságokra vonatkozó törvény hiánya*

Magyarországon még hiányzik a kockázati tőke-társaságokra vonatkozó törvény. A kockázati tőke iparág stabil működési feltételeinek biztosításához feltétlenül szükséges a törvény szintű szabályozás, amely meghatározza egyebek közt:

- ⇒ a kockázati tőke-társaságok lehetséges cégjogi formáit,
 - ⇒ a kockázati tőke-társaságok működésének általános feltétel- és szabályrendszerét,
 - ⇒ a kockázati tőke-társaságok által végezhető forrásgyűjtés feltétel- és szabályrendszerét,
 - ⇒ azokat a garanciális -, befektetővédelmi - szabályokat, amelyek a kiemelt társadalom- és szociálpolitikai jelentőségű pénztulajdonosok – pl. biztosítók, nyugdíj- és egészségbiztosítók – esetében korlátozzák, hogy ezek a kockázati tőke-társaságokba tőkét fektessenek,
 - ⇒ azokat a sajátos feltételeket és garanciális szabályokat, amelyek a külföldön bejegyzett kockázati tőke-társaságok magyarországi üzleti tevékenységére vonatkoznak,
 - ⇒ az állam szerepvállalását a kockázati tőke-társaságok tevékenységének támogatásában, ide értve a kockázati tőke-társaságoknak nyújtott adókedvezmény elvi alapjait is,
 - ⇒ azokat a követelményeket, amelyeknek meg kell feleljenek azok a cégek, amelyek kockázati tőke alapok kezelését és az abban levő tőke befektetését végzik, különös tekintettel a befektetők védelmét szolgáló garanciális szabályokra,
 - ⇒ azokat a garanciális szabályokat, amelyek meghatározzák, hogy milyen egyéb gazdasági tevékenységeket végezhetnek a kockázati tőke-társaságok.
- *A szervezett értékpapírpiacon hiánya*

Hiányzik az a szervezett értékpapírpiacon, amely a gyakorlatban is jól működő, széles körű

lehetőséget biztosítana a kockázati tőke számára arra, hogy a befektetéseiből való kilépés érdekében részvény formájában értékesíthesse az általa finanszírozott vállalkozásokban birtokolt tagsági jogait.

• *A kockázati tőke-társaságok céljogi formáinak elégtelen volta*

A jelenleg hatályos magyar jogi szabályozás nem teszi lehetővé, hogy a kockázati tőke cég kockázati tőke alap és attól jogilag és pénzügyileg elkülönült alapkezelő formájában jöjjön létre. Ennek lehetőségét sem a gazdasági társaságokról szóló, 1988. évi VI. törvény, sem pedig a befektetési alapokról szóló 1991. évi LXIII. törvény nem tartalmazza. A hatályos jogi szabályozás rendelkezései és tilalmai következtében kockázati tőke cég Magyarországon csak közkereseti, betéti, korlátolt felelősségű vagy részvénytársaság formájában alakulhat, és nincs jogi lehetőség az e tevékenység sajátosságaihoz jól illeszkedő kockázati tőke alap létrehozására. Mindez jelenleg kizárja azoknak a vállalkozásfinanszírozási lehetőségeknek a kiaknázását, amelyeket elsősorban a kockázati tőke alapok működése teremthet meg.

• *A jelentős innovációs potenciállal bíró kis- és közepes vállalkozások hiányzó adókedvezménye*

A nemzetgazdaság megújulási és alkalmazkodó képességének, és ezzel a jövedelemtermelő és eltartó képességének fenntartásában különösen fontos szerepük van a jelentős innovációs potenciállal bíró kis- és közepes vállalkozásoknak. Az innovációs fejlesztési munka természetéből következően ezek a vállalkozások fokozottan rászorulnak a kockázati tőke részvételére és az attól kapható finanszírozásra, azonban igen nagy hányaduk esetében a jövedelemtermelő képességük nem felel meg a kockázati finanszírozás hozamkövetelményeinek. Annak érdekében, hogy az ilyen vállalkozások elfogadhatóan jövedelmező befektetési célponttá válhassanak a kockázati tőke számára, a felépülésük korai szakaszában levő, jelentős innovációs potenciállal bíró kis- és közepes vállalkozások számára meghatározott időtartamra mentességet kell biztosítani a társasági nyereségadó alól abban az esetben, ha a vállalkozás tőkeösszetételében a kockázati tőke részvétele meghatározott hányadot ér el.

• *A befektetések hozamának, nyereségeinek és veszteségeinek számviteli és adózási kezelése*

A hatályos magyar adójogszabályok, valamint számviteli szabályok semmiben sem különböztetik meg a kockázati tőke iparágat az egyéb gazdasági tevékenységektől, és nem adnak annak sajátosságaihoz illeszkedő szabályozást. A kockázati finanszírozással foglalkozó cégek az egyéb gazdálkodó szervezetekkel azonos szabályok szerint adóznak és ez – éppen a tevékenységük eltérő jellege és gazdasági tartalma miatt – számos tekintetben igen kedvezőtlen a számukra. Így a kockázati tőke-társaságok – egyebek közt – nem vonhatják össze a különböző befektetéseikből származó nyereségeiket és veszteségeiket, ennek következtében olyan nyereség után is adózniuk kell, amely gazdasági értelemben valójában nem is létezik.

- *További problémák*

A fentiekben a kockázati tőke magyarországi befektetési és vállalkozási készségét jelentősen ron-

tó legfőbb specifikus problémákat vázoltuk. Nem térünk ki olyan problémákra, amelyek jól lehet a kockázati tőke befektetési és vállalkozási tevékenységét illetően is jelentős mértékben éreztetik kedvezőtlen hatásukat, de csak átfogó rendezéssel orvosolhatók. Ez utóbbiak körében tartozók jellemző példái a hitelkamatok magas szintje, a bankok magas hitelfedezeti igénye, az infláció, a korrupció, a hazai gazdasági jogalkotásban az egységes koncepció hiánya és a jogi szabályozás ebből következő széttöredezettsége, a jogalkalmazás/jogszolgáltatás lassú, nehézkes és nem mindig kiszámítható volta, továbbá a vállalkozások hatékony működéséhez szükséges infrastruktúra terén meglévő hiányosságok, a vállalkozási kultúra és a vállalkozók felkészültsége terén tapasztalható hiányosságok, s végezetül egy olyan korszerű társadalmi felfogás hiánya, amely megbecsüli a vállalkozási tevékenységet és méltányos helyére teszi az annak sikerével járó gazdagodást.

E számunk szerzői:

BODNÁR Viktória egyetemi tanársegéd, BKE; **SALAMONNÉ dr. HUSZTY Anna** egyetemi docens, kandidátus BKE, igazgatóhelyettes BKE Vezetőképző Intézet; **Dr. OSMAN Péter** a közgazdaságtudományok kandidátusa; **VELINSKY Tamás** elemző közgazdász, MOELLEN-DORF & Company Kft; **Dr. PAPANEK Gábor** ügyvezető igazgató, GKI Gazdaságkutató Rt.; **Dr. FREY Mária** a közgazdaságtudományok kandidátusa, Munkaügyi Kutatóintézet; **Dr. BENEDEK Tamás** tudományos tanácsadó, Piacgazdaság Alapítvány.
